М. О. ИВАШКЕВИЧ

РАЗМЕЩЕНИЕ ЕВРООБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ КАК ФОРМА ВНЕШНЕГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ЭКОНОМИКИ

Дается определение еврооблигаций как инструмента внешнего финансирования экономики, их основные характеристики. Рассматриваются причины появления и развития рынка еврооблигаций. Описываются современные тенденции на рынке еврооблигаций на основе статистических показателей Банка международных расчетов. Дается описание суверенных еврооблигационных займов Республики Беларусь и их рейтинг в соответствии с индексом EMBI Global. Анализируются преимущества и недостатки данного вида внешнего финансирования.

Ключевые слова: еврооблигации; эмиссия; капитал; инвестиции; кредитный рейтинг.

The article provides a definition of eurobonds as a tool for external financing of the economy, their main characteristics. Considers reasons of appearance and development of the eurobond market. Describes the current trends in the eurobond market based on statistics of the Bank for International Settlements. It gives characteristics of sovereign eurobonds of the Republic of Belarus and their ranking according to EMBI Global index. Analyses advantages and disadvantages of this type of external financing.

Key words: eurobonds; issue; capital; investment; credit rating.

Неотъемлемой чертой развития мирового хозяйства на современном этапе является усиление процессов экономической интеграции и транснационализации экономической деятельности во всех сферах. Данные тенденции проявляются во все более активном участии субъектов мирохозяйственной деятельности на мировом финансовом рынке в качестве заемщиков.

Республика Беларусь также не может оставаться в стороне от этих процессов. Так, серьезным шагом по направлению к еще большей интеграции в мировой финансовый рынок и становлению в качестве полноправного субъекта стало размещение еврооблигаций.

Актуальность исследования данного вида привлечения ссудного капитала обусловлена растущей потребностью стран и их субъектов в более дешевых и доступных источниках финансирования, важностью выявления основных преимуществ и недостатков использования инструментов международного рынка еврооблигаций для их оптимального использования, необходимостью анализа белорусских суверенных дебютных размещений евробондов для корректировки дальнейшей государственной макроэкономической политики в сфере внешнего финансирования экономики.

До настоящего времени вопросы использования еврооблигаций в качестве инструмента заимствования для стран с переходной экономикой рассматривались в отечественной литературе в незначительной степени, в то время как в зарубежных источниках они получили более глубокое отражение. При этом в современной западной научной литературе затронуты в основном отдельные проблемы функционирования рынка долговых инструментов стран с переходной экономикой и их хозяйствующих субъектов, а комплексный анализ специфики и схем участия указанной группы стран на рынке еврооблигаций проведен лишь в некоторых работах.

Большинство исследований постсоветского пространства посвящено общетеоретическим вопросам формирования мировых рынков капитала и мирового финансового рынка (работы В. Н. Шенаева, Л. Н. Красавиной, И. Н. Платоновой, А. П. Киреева и др.), в то время как монографий, в которых частично исследуются проблемы использования еврооблигаций в качестве инструмента заимствования странами с переходной экономикой, небольшое количество (работы Д. М. Михайлова, В. Т. Мусатова, А. В. Комова).

Отдельные аспекты участия стран с переходной экономикой на международном рынке еврооблигаций рассмотрены в монографиях А. Н. Порхуна и О. В. Буклемишева, а также в работах С. В. Лялина, Н. А. Берзона, Н. А. Головко, Н. С. Мазурина, опубликованных в периодической печати.

Среди представителей западной научной мысли, внесших значительный вклад в исследование проблемы участия стран с переходной экономикой на международных рынках капиталов, следует отметить Н. Дадли, Н. Югатен, Дж. Грабба, Д. Доннерстага, М. Петерсона, П. Ривегга, Кр. Рея, П. Спика, К. Уифера, Ф. Фишера, П. Эйнцига и др.

В теории финансов заемные ресурсы в зависимости от срока привлечения принято делить на три основных типа: 1) краткосрочные (до 1 года) – банковские кредиты на пополнение оборотного капитала, вексельные программы; 2) среднесрочные (1–5 лет) – инвестиционные банковские кредиты, синдицированные кредиты, бридж-кредиты под будущее IPO, вексельные займы, облигационные займы, CLN (Credit Linked Notes, структурированные долговые расписки); 3) долгосрочные ресурсы (свыше 5 лет) – инвестиционные банковские кредиты, синдицированные кредиты, ECA-финансирование (с привлечением агентств экспортного кредитования), евробонды[1].

Одним из основных способов привлечения на долгосрочной основе ссудного капитала из-за рубежа является размещение такого вида ценных бумаг, как еврооблигации, на международном рынке ценных бумаг, что обусловлено оптимальным сочетанием стоимости и сроков заимствований.

Евробонды, по сути, представляют собой метод прямого инвестирования, обеспечивающий эмитенту аккумулирование значительных средств путем привлечения долгосрочных иностранных инвестиций[2].

К выпускам еврооблигаций принято относить такие эмиссии долговых ценных бумаг на предъявителя, при которых эмитент и инвесторы принадлежат к разным юрисдикциям, деноминированным в иностранной по отношению к государству эмитента валюте, а владельцами, как правило, выступают институциональные инвесторы. Данный вид ценных бумаг удостоверяет отношения займа между инвестором (кредитором) и эмитентом (должником), где кредитор имеет право на получение процентов по инвести-

рованному капиталу по фиксированной или плавающей процентной ставке в определенные условиями выпуска сроки, а после истечения срока обращения облигаций (или ранее, если предусмотрены специальные условия их выкупа) – на получение основной суммы долга (номинальной стоимости облигаций)[3].

Директива Европейского сообщества о проспекте ценных бумаг «Prospectus Directive 89/298/EEC», которая позже была включена в Директиву «2003/71/EC», определяет еврооблигации как обращающиеся ценные бумаги, которые отвечают следующим требованиям:

• андеррайтером и распространителем этих бумаг должен выступать только синдикат, минимум два члена которого имеют зарегистрированные офисы в различных странах;

• бумаги предлагаются в значительных объемах в одной или нескольких странах, отличных от страны эмитента[4];

• первичная подписка на эти бумаги или покупка может быть осуществлена только через кредитное или иное финансовое учреждение[5].

Причиной появления еврозаймов являлась узость национальных финансовых рынков и многочисленные правительственные регламентации, ограничивающие доступ к ним. Интернационализация мировых экономических процессов обусловила создание международного рынка капитала, доступ к которому обеспечивает тот уровень экономического роста, который не может финансироваться исключительно местными инвестиционными ресурсами.

С появлением займов впервые был изобретен механизм, который давал возможность обходить контроль и ограничения центральных банков на выпуск облигаций.

Одной из основных причин начала прогрессивного развития данного рынка явилось введенное в 1963 г. в США ограничение на использование иностранными заемщиками рынка капиталов США. Процентные ставки США были более заманчивыми, нежели в Европе, поэтому, несмотря на многие организационные трудности, иностранные заемщики за 1946–1963 гг. разместили в США «Yankee bonds» в общей сложности на сумму 14 млрд долл. Чтобы приостановить утечку капитала за рубеж, 18 июля 1963 г. США ввели специальный уравнительный налог на проценты, который закрыл американский рынок для иностранных инвесторов, увеличив стоимость кредита на 1 % пункт. В 1967 г. налог был увеличен до 1,5 % пункта (отменен в 1974 г.). Это послужило толчком к перемещению финансовых операций с американского фондового рынка на европейский[6].

Безусловно, развитию рынка еврооблигаций способствовали и другие факторы: мягкая система регулирования выпуска и обращения еврооблигаций, возможность страхования от валютных рисков, стремление инвесторов к приобретению высококачественных ценных бумаг, низкие процентные ставки по ним.

В настоящее время наблюдается необычайно бурное развитие еврооблигационного рынка, причем можно выделить несколько особенностей.



Объем международных облигаций и нот в обращении на 01.12.2011 г. по типу эмитента, %

Если ранее в роли заемщика выступали в основном государственные эмитенты, то сейчас подавляющее их большинство финансовые институты (рисунок).

Статистические таблицы выпуска международных облигаций и нот Банка международных расчетов (МБР) составлены на основе того, что международные облигации и ноты представляют собой долгосрочные эмиссии ценных бумаг на международном рынке ссудного капитала. Так как еврооблигации благодаря своим преимуществам являются преобладающей формой эмиссии долгосрочных международных ценных бумаг, можно говорить о данных, которые отражают роль именно еврооблигаций на международном рынке ссудного капитала.

На основе данных МБР на конец 2011 г. рассчитано, что в обращении находилось международных облигаций и нот на сумму в 27 819,7 млрд долл. США, из которых почти 72 % были эмитированы финансовыми институтами, 14 % – частным сектором, 9 % – правительствами, 5 % – международными организациями[7].

Анализ долгосрочных заимствований на международном рынке ссудного капитала по валюте эмиссии позволяет сделать вывод, что «главными» валютами осуществления эмиссии являются доллар США и евро, на которые приходится более 80 % евробумаг (таблица)[8].

Выпуск международных облигаций и нот по валюте эмиссии

Период		Объем в обращении						
		доллар США	евро	доллар австралийский	фунт стерлингов	швейцарский франк	йена	другие
Декабрь 2010 г.	%	39,54	44,4	1,22	7,87	1,50	2,86	2,61
	$	10 503,3	11 794,4	326,5	2092,6	400,9	760,3	693,2
Сентябрь 2011 г.	%	40,2	44,03	1,2	7,52	1,49	2,79	2,77
	$	11 110,6	12 168,1	332,4	2080,6	414,3	772,7	765,42
Декабрь 2011 г.	%	41,3	42,84	1,25	7,55	1,42	2,77	2,87
	$	11 310,9	11 733,1	344,9	2068,6	389,4	760,7	785,87

Характерной чертой рынка еврооблигаций на современном этапе является тенденция к увеличению его объема, а также изменение структуры рынка, что отражается в объемах эмиссии облигаций по месту регистрации.

С точки зрения географического распределения структуры рынка еврооблигаций основная доля выпущенных суверенными эмитентами облигаций приходится на развитые страны, в то время как доля суверенных облигаций развивающихся стран сокращается. Аналогичная тенденция изменения географической структуры наблюдается на рынках еврооблигаций институтов и корпораций.

Для текущего этапа развития рынка еврооблигаций характерны разработка и применение нетрадиционных схем страхования данных инструментов. Прежде всего это вызвано появлением большого числа эмитентов с низкими инвестиционными и неинвестиционными рейтингами в результате выхода развивающихся стран на рынок еврооблигаций, а также связано с имевшими место финансовыми кризисами. Главной целью таких страховых схем является хеджирование риска неплатежа.

Если рассматривать выход Республики Беларусь на международный рынок ссудного капитала, то следует отметить, что Министерство финансов Республики Беларусь при принятии данного решения анализировало ситуацию с долговой нагрузкой на бюджет страны не только в текущих реалиях, но и в долгосрочной перспективе. На этом этапе принимались в расчет как внутренние показатели министерства, так и основные макроэкономические показатели.

При размещении суверенных еврооблигаций было очевидно, что привлеченные внешние ресурсы носят долгосрочный характер, а использование такого нового инструмента позволит оперативно реагировать на необходимость рефинансирования долга, сглаживать платежи по основному долгу, привлекать несвязанные кредиты.

Таким образом, в 2010 г. Республика Беларусь вышла на внешний рынок заимствований. В соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 13 мая 2010 г. № 245 «О выпуске государственных облигаций Республики Беларусь»[9] в 2010–2011 гг. были осуществлены выпуски облигаций на сумму в 1 млрд 800 млн долл. США (дебютный выпуск в размере 600 млн долл. США по ставке в 8,75 % годовых на пять лет, второй выпуск еврооблигаций на сумму в 400 млн долл. США по ставке в 8,251 % годовых на пять лет, третий – 800 млн долл. США сроком на 7 лет по ставке в 8,95 % годовых), а в 2010–2011 гг. – на сумму в 15 млрд российских рублей сроком два года в соответствии с Указом Президента Республики Беларусь от 9 октября 2010 г. № 527 «Об организации выпуска государственных облигаций Республики Беларусь»[10].

Белорусские евробонды согласно принятой на мировом финансовом рынке классификации относятся к категории облигаций развивающихся рынков и включены в индекс «Emerging Markets Bond Index Global» (EMBI Global), который является ориентиром для инвесторов при вложении денег в долговые обязательства стран.

Индекс EMBI Global отслеживает общий доход торгующихся внешних долговых инструментов на развивающихся рынках и включает в себя номинированные в долларах США облигации Брейди, займы и еврооблигации с непогашенной номинальной стоимостью не менее 500 млн долл. США. Данный индекс выделяет развивающиеся рынки стран в соответствии с определяемым Всемирным банком доходом на душу населения и историей реструктуризации долга каждой страны[11].

В настоящее время в индекс EMBI Global включены порядка 260 наименований ценных бумаг из 43 стран мира, в котором белорусская доля составляет всего 0,24 %[12].

Для Республики Беларусь уровень доходности облигаций в 8–10 % является высоким по сравнению с привлекаемыми кредитами международных организаций (в данном случае приходится говорить о необходимости идти на определенные уступки в суверенной экономической политике для получения данных кредитов) и правительств (при этом варианте внешнего финансирования выходят на первый план политические составляющие взаимоотношений кредитуемого и кредитующего государства).

С целью уменьшения затрат на обслуживание еврооблигационных займов в будущем необходимо повышать суверенный кредитный рейтинг, от которого во многом зависит доходность по облигациям.

В рамках существующей стратегии управления государственным долгом, которая заключается в удовлетворении потребности государства в финансовых ресурсах для обеспечения устойчивого экономического роста при сохранении объема государственного долга на экономически безопасном уровне, необходимо координировать долговую, денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политики, диверсифицировать финансовые инструменты заимствования, оптимизировать портфель государственного долга по сроку, валюте и долговым инструментам, развивать внутренний рынок государственных заимствований, повышать эффективность использования государственных займов[13].

С учетом изложенного размещение еврооблигаций является эффективной формой внешнего заимствования и, как следствие, эффективным инструментом управления внешним государственным долгом[14].

Однако необходимо учитывать, что привлечение ссудного капитала посредством размещения еврооблигаций – это длительный путь, который включает кроме самого размещения еще и получение международного кредитного рейтинга, наличие курсовых валютных рисков и достаточно высоких издержек на само размещение.

С другой стороны, благодаря данному виду привлечения заемного капитала кредитор получает доступ к неограниченным ресурсам, которые лимитированы только характеристиками самого эмитента,

к диверсификации пассивов по валюте и срокам займа. Кроме того, следствием получения суверенного рейтинга является возможность улучшить кредитную историю и соответственно имидж на международной арене. Эмиссия еврооблигаций позволяет использовать заемные средства без целевого ограничения, так как они были получены не под конкретную программу инвестирования, а также сократить количество посредников инвестиционного процесса при более низких комиссионных издержках на организацию займа, чем банковская маржа.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК

[1] См.: Абакумов И. В. Виды привлечения заемного капитала // Вестн. ТГУ. 2008. № 12 (68). С. 426.
[2] См.: Никифоров В. Д. Рынок ценных бумаг. СПб., 2010. С. 33.
[3] См.: Шутова Е. Еврооблигация и применимое право // Коллегия. Российский правовой журнал. 2002. № 10-11. С. 39.
[4] См.: Directive 89/298/EEC of 17 April 1989 // Access to European Union law [Electronic resource]. 2012. Mode of access: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31989L0298:EN:HTML. Date of access: 10.08.2012.
[5] См.: Directive 2003/71/EC of 4 November 2003 // Access to European Union law [Electronic resource]. 2012. Mode of access: http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2003:345:0064:0089:EN:PDF. Date of access: 10.08.2012.
[6] См.: Демченко М. В. Еврооблигации: история и преимущества // Современное право. 2008. № 1 (1′). С. 105.
[7] См.: International bonds and notes // Bank for international settlements [Electronic resource]. 2012. Mode of access: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qa1203_anx13b.pdf. Date of access: 07.08.2012.
[8] Там же.
[9] См.: Указ Президента Республики Беларусь от 13 мая 2010 г. № 245 // Национальный правовой интернет-портал Республики Беларусь [Электронный ресурс]. 2012. Режим доступа: http://www.pravo.by/main.aspx?guid=3871&p0=P31000245&p2={NRPA}. Дата доступа: 28.08.2012.
[10] См.: Указ Президента Республики Беларусь от 9 октября 2010 г. № 527 // Там же.
[11] См.: EMBI // Financial Times Lexicon [Electronic resource]. 2012. Mode of access: http:// lexicon.ft.com/Term?term=EMBI. Date of access: 20.09.2012.
[12] См.: Европейские фонды мечтают кредитовать российские компании // Информационный портал «banki.ru» [Электронный ресурс]. 2012. Режим доступа: http://www.banki.ru/news/bankpress/?id=2902095. Дата доступа: 01.09.2012.
[13] См.: Смольский А. Евробонды: что это такое? // Юрист. 2011. № 3 (118). С. 77–81.
[14] См.: Жук И. Стратегия управления внешним долгом Беларуси: принципы построения и условия реализации // Банкаўскі веснік. 2010. № 13 (486). С. 18–24.

Поступила в редакцию 26.11.12.

Михаил Олегович Ивашкевич – аспирант кафедры международных экономических отношений. Научный руководитель – кандидат экономических наук, доцент кафедры международных экономических отношений Г. Н. Гаврилко.